

Открытие фондового рынка России для иностранных ценных бумаг: угрозы и возможности для украинских управляющих активами»

Александр Ситуха, Восточноевропейский центр защиты активов, директор.

Еще 17 апреля 2009г. российская Дума приняла федеральный закон №504019-4 «О внесении изменений в Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» и статью 5 Федерального закона «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг» (об особенностях размещения и обращения в Российской Федерации иностранных ценных бумаг). 29 апреля было объявлено, что президент Медведев подписал этот закон. Поскольку имеются веские основания полагать, что под упоминаемыми в законе «иностранными ценными бумагами» в значительной мере подразумеваются украинские ценные бумаги, считаем полезным проанализировать основные положения этого закона и возможные последствия его принятия для украинского фондового рынка.

Суть закона

Законодательные изменения состоят в следующем. Устраняются существовавшие ранее запретительные нормы для допуска к публичному размещению и (или) обращению на российском рынке иностранных ценных бумаг. До настоящего времени, согласно пункту 1 статьи 51 федерального закона «О рынке ценных бумаг», это было возможно только на основании международного договора РФ или при наличии соглашения между федеральным органом исполнительной власти по рынку ценных бумаг (ФСФР) и соответствующим органом страны иностранного эмитента. Количество таких договоров крайне незначительно (Беларусь, Бразилия, ОАЭ, Кипр, Китай), и, как отмечали авторы законопроекта, попытки заключать такие договоры наталкивались на серьезное сопротивление со стороны иностранных регуляторов. Что неудивительно...

Теперь этого требования нет, но появился ряд критериев в отношении государства, эмитента ценных бумаг и процедуры их ввода в обращение.

В частности, государство, в котором расположен эмитент, должно являться членом Организации экономического сотрудничества и развития (ОЭСР), членом или наблюдателем Группы разработки финансовых мер борьбы с отмыванием денег (ФАТФ) и (или) членом Комитета Совета Европы по оценке мер противодействия отмыванию денег и финансированию терроризма (Манивэл). Не стоит уточнять, что Украина давно соответствует этому критерию и выполняет их требования, иногда, пожалуй, с избыточным рвением.

Ценные бумаги иностранного эмитента допускаются к размещению в РФ при условии регистрации проспекта эмиссии в ФСФР. Также таким бумагам должен быть присвоен международный код (номер) идентификации ценных бумаг (ISIN) и международный код классификации финансовых инструментов (CFI).

И самое важное. Ценные бумаги иностранного эмитента допускаются к публичному обращению в РФ при условии принятия российской фондовой

биржей решения об их допуске к торгам. В свою очередь, российская биржа принимает такое решение, если иностранные бумаги прошли листинг на иностранной фондовой бирже, входящей в перечень бирж, утвержденный ФСФР на основании ею же установленных критериев.

Отметим два момента. Нет требования, чтобы иностранный эмитент и иностранная биржа, обеспечивающая «первичный» листинг, находились в одной и той же стране. «Иностранная фондовая биржа» в тексте закона фигурирует в единственном числе. Делистинг бумаги на «первичной» бирже влечет за собой прекращение обращения этой бумаги на российской бирже.

Решение российской биржи о допуске иностранной бумаги к торгам принимается на основании заявления эмитента или брокера, «подписавшего проспект ценных бумаг иностранного эмитента». Далее, учет прав на такие ценные бумаги осуществляется российскими депозитариями, которые для этого открывают счет в иностранной организации, осуществляющей учет прав на ценные бумаги и включенной в перечень, утвержденный ФСФР. Вновь обращаем внимание, что нет требования, чтобы эмитент и иностранный депозитарий находились в одной стране. И опять используется единственное число.

Получается очень простая процедура. Некая российская компания-брокер может инициировать обращение ценных бумаг некоего украинского эмитента на российской бирже фактически без его ведома и согласия.

Последствия

Теперь попробуем проанализировать последствия появления закона для отдельных субъектов украинского фондового рынка, придерживаясь пессимистического сценария развития событий. При нынешней способности украинской власти сопротивляться недружелюбным внешним воздействиям особенности отношений с РФ и проходящие в мире под вывеской «глобального кризиса» структурные преобразования - именно такой сценарий следует рассматривать в первую очередь.

Банки. Мы рассматриваем их с точки зрения обслуживания денежных потоков, сопровождающих операции на фондовом рынке. Это гривневые потоки внутри страны, исходящие валютные потоки при покупке бумаг, находящихся в собственности нерезидентов, и самые интересные - входящие валютные потоки при покупке бумаг нерезидентами, особенно реальными иностранными институциональными и портфельными инвесторами, в числе которых важную роль до последнего времени играли и российские инвесторы. Основное воздействие закона направлено именно на этот сегмент, целью является разворот потоков третьей группы в пользу российских банков. В этом случае Украина теряет значительные объемы иностранных инвестиций. Кроме того, следом за перемещением места совершения операций с украинскими ценными бумагами в РФ туда же направятся капиталы украинских спекулятивных инвесторов, что еще более снизит ликвидность украинского рынка. Причем воспользоваться услугами украинских банков они смогут единожды - при выводе средств из Украины. В дальнейшем, учитывая отношение украинского законодательства к инвестициям

за пределы Украины, эти капиталы сделают местами своего базирования уже обжитые Прибалтику, Кипр, Швейцарию и Гонконг. Можно, конечно, надеяться, что многие украинские эмитенты проведут множество успешных IPO своих бумаг на российских площадках и привлеченные средства вернут на родину, но вряд ли это случится скоро. Печально, но банки остаются не у дел.

Эмитенты. На первый взгляд, украинские эмитенты получают дополнительные возможности - упрощается доступ к источникам внешнего финансирования, появляются дополнительные базы для IPO и получения кредитов под залог ЦБ. Но, как уже упоминалось выше, время сейчас не то, в РФ достаточно и своих желающих для получения дефицитного финансирования, и сомнительно, что ситуация скоро изменится. С другой стороны, контроль или хотя бы информированность эмитента о структуре собственного акционерного капитала еще больше ослабевает, скупки его акций теперь могут проводиться вне зоны досягаемости, что может обернуться неприятными сюрпризами.

Биржи. Для многочисленных украинских бирж ситуация неоднозначная. С одной стороны, кто-то обретет дополнительный кусок хлеба, обеспечивая «первичный» листинг и хотя бы видимость обращения ценных бумаг на их родине. Хотя закон не обязывает биржу «первичного» листинга и ценную бумагу, его проходящую, происходить из одной страны. В мире пока еще достаточно много островов с теплым климатом и либеральными законами, и не факт, что создание на каком-то из них маленькой биржи «на бумаге» не придет кому-то в голову, если договоренность с настоящей украинской биржей покажется слишком дорогой. Прецеденты имеются. С другой стороны, еще нужно попасть в список ФСФР, и не факт, что в этом списке будет более одного места для бирж из Украины. Кроме того, у биржи, которая попадет в такой список, фактически появляется еще один регулятор - ФСФР, ведь именно эта служба уполномочена устанавливать критерии включения в список, а значит - и исключения из него.

Придется выстраивать с нуля отношения с властными органами РФ, прежде всего ФСФР, а там царят немного иные правила и обычаи. Учитывая уровень ресурсов (финансовых, организационных, лоббистских) наших бирж, можно с высокой долей вероятности предположить, что вопрос в Москве будет решаться без их участия. Фактически все сведется для привычной в РФ конкуренции между Московской межбанковской валютной биржей (ММВБ) и Фондовой биржей РТС. Если же учесть некоторое скептическое отношение авторов закона к производным финансовым инструментам (их неэффективность названа одной из причин появления законопроекта), а также то, что именно рынок производных является вотчиной РТС, можно предположить победу ММВБ в этом споре. В украинской реальности этот спор найдет отражение в виде усиления конкуренции между ПФТС и молодой «Украинской биржей», вероятно - в пользу ПФТС. Впрочем, может статься, что ценой выигрыша ПФТС окажется полная утрата ею самостоятельности и переход на выполнение функций регионального офиса ММВБ.

Депозитарии. Тут хочется сказать кратко - НДУ «в шоколаде». Да, создается впечатление, что формулировки закона писались с участием представителей Национального депозитария Украины. Он единственный, кто обеспечивает

присвоение международных кодов украинским ценным бумагам (ISIN) и может устанавливать корреспондентские отношения с российскими депозитариями, в которых будет вестись учет обращающихся в РФ украинских бумаг. Таким образом, политическая воля российских законодателей может повлиять на вялотекущий процесс слияния украинских депозитариев и создать для НДУ доминирующее положение.

Хранители и регистраторы. По этому сегменту рынка наносится самый сильный удар. Эти субъекты занимаются обслуживанием оборота ценных бумаг исключительно на территории Украины. При снижении объемов этого оборота, то есть количества операций, многие из них ставятся на грань выживания. Остаются в основном те, кто обслуживает обращение ценных бумаг, не вызывающих интереса у иностранных инвесторов.

Торговцы. Это наиболее мобильная часть украинского фондового рынка будет поставлена в сложные условия. До последнего времени основная их прибыль формировалась от обслуживания средств внешних инвесторов, зачастую - российских. Понятно, что при наличии выбора российские инвесторы предпочтут работать «не выходя из дома», а иностранные - заходить на рынок через площадки с более высоким уровнем ликвидности и либеральным валютным регулированием, то есть - через российские биржи. В случае реализации планов российских законодателей перспективы украинских торговцев блестящими не назовешь. С другой стороны, некоторые из них уже сейчас пытаются работать на российских биржах, торгуя российскими бумагами. Но это делается в большинстве случаев в собственных интересах и за счет собственных средств. Доля украинского клиентского капитала на фондовом рынке РФ крайне незначительна. Благодаря особенностям нашего валютного законодательства украинские торговцы не могут работать в РФ непосредственно, они вынуждены заходить туда посредством контролируемых нерезидентных компаний, которых обслуживают российские брокеры, то есть прямого выхода на рынок не имеют. Случаи получения компаниями с украинскими корнями лицензий на профессиональную деятельность на фондовом рынке РФ вообще единичны. Если ситуация сохранится, украинские торговцы просто окажутся отстраненными от торговли украинскими бумагами.

Институциональные инвесторы. В этом сегменте рынка ситуация наиболее угрожающая. С одной стороны, инвестиционные фонды, активно привлекавшие средства граждан под инвестирование в украинские ценные бумаги, сейчас «залегли на дно» и пытаются просто выжить. Даже по завершении кризиса и восстановлении рынка в ближайшее время (что само по себе маловероятно) им придется пережить кризис доверия со стороны частных инвесторов, которые еще не скоро простят им потерянные деньги. Смещение оборота украинских ценных бумаг в РФ окажется для институциональных инвесторов серьезным ударом. Ситуация усугубляется тем, что институты совместного инвестирования не могут прибегнуть к использованию оффшорных схем для доступа на иностранные рынки.

Критичным вопросом является для негосударственных пенсионных фондов, они также полностью лишены возможности инвестирования за пределы Украины,

и уменьшение объема украинских бумаг, обращающихся на территории Украины и пригодных для размещения в них пенсионных средств, может просто лишить их объектов для размещения своих средств. В сумме с продолжающимся кризисом в банковской системе ставится под угрозу само существование системы негосударственного пенсионного страхования. А это уже вопрос социальной стабильности и национальной безопасности.

Что в остатке

Описанные сценарии и последствия не являются событиями ближайшего будущего. Практика показывает, что первые ощутимые изменения в подобных случаях возникают через полтора-два года. Конечно, реальность будет отличаться от прогноза. Но есть неоспоримый факт - закон принят. Для его исполнения потребуется еще большое количество подзаконных актов, перенастройка аппарата управления, согласование интересов. Фактическому началу обращения украинских бумаг на российских биржах должна предшествовать концентрация их значительных пакетов в руках российских операторов (что, впрочем, уже происходит), и для этого тоже потребуется время. Но мы считаем, что речь идет о глобальном тренде, противостоять которому у украинского государства ресурсов нет.

Мы все являемся свидетелями структурной реформы системы мировых финансов, включающей, как выясняется, и перераспределение территориального влияния на финансовые рынки. Все четче вырисовывается устройство нового, «послекризисного» мира, и уже не вызывает сомнений, что Украине придется серьезно побороться за свое место в нем.